

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 200442013

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

企业并购动因：控制权价值研究

M&A Motives: the Value of Corporate Control

汪 先 祥

指导教师姓名: 李 子 白 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2 0 0 7 年 4 月

论文答辩时间: 2 0 0 7 年 5 月

学位授予日期: 2 0 0 7 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2007 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

内 容 摘 要

国际经验表明，并购已成为企业加快发展和迅速扩大规模的重要路径。在我国，股权分置改革已基本完成，这将为企业并购重组提供大量新的机遇。可以预见，企业并购将越来越活跃，企业并购的动因也会越来越多的得到人们的关注。

本文首先通过对并购概念的界定和并购动因的理论回顾，并进行简洁的评述，为后文的讨论奠定理论基础；之后，详细的分析了控制权价值的含义、主要来源和影响因素，进而论述追求控制权价值特别是控制权私有收益，是推动企业并购发生的内在力量；最后，归纳分析控制权价值的计量方法——控制权溢价及其影响因素，并以我国 A 股上市公司股权转让数据为样本对其进行实证分析，以验证和支持控制权价值作为并购动因的观点。

本文经过研究，得出以下主要结论：（1）研究公司控制权价值特别是控制权私有收益问题，能够揭示驱动公司并购交易特别是控制权争夺或变更的内在力量。并且，用追求私有收益来解释并购的发生，对已有的并购理论是一个很好的补充。（2）大量研究文献表明，控股股东侵害小股东利益是一个相当普遍的现象。因此，获取控制权价值特别是控制权私有收益作为企业并购的动因，并不仅仅适合于我国上市公司特有的股权结构和公司治理现状。（3）实践方面，由于控制权价值的存在，并购交易的双方对控制权价值的预期将直接影响控制权溢价的确定，从而影响并购交易双方的收益和成本。

关键词： 并购；控制权价值；私有收益

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

According to the international experience, M&A has been one of the most important paths for corporate to quickly develop and expand large-scale. In China, the Stock's Dividing will be soon completed, and this will provide many new chances for M&A. So, more and more M&A will happen in the near future. At the same time, motives of M&A will also get people's more and more concerns.

The first part of this paper, by defining M&A, introducing and making a simple comment on M&A motive theories, author makes a theoretical preparation for forthcoming discussion. After that, author analyzes the meaning, main sources and the influence factors of the value of corporate control in detail. Then discusses that pursuing the value of corporate control, especially pursuing private benefits, is the essential force for M&A. At last, author summaries and analyzes the method of calculating the value of corporate —premium price of corporate control and its influence factors, and makes an empirical study with the ownership-transfer dates which are from listed- companies of A Share in China, to validate that the value of corporate control is the essential motive for M&A.

This paper draws three main conclusions as following: (1) Study on the value of corporate control, especially private benefits, can announce the essential force for driving M&A, especially for transfer of corporate control. What is more, pursuing private benefits as the motive of M&A is good complement for existed M&A theories. (2) A great deal of research literatures express that controlling shareholders usurp minor shareholders is a common phenomenon. So pursuing the value of corporate control, especially private benefits, as the motive of M&A is not merely suitable for special ownership structure of Chinese listed companies and present condition of corporate governance. (3) In practice, because of the existence of the value of corporate control, both sides of M&A will have an anticipation about the value of corporate control, which directly decides the premium price of corporate control. The final premium price of corporate control will also affect the revenue and cost of M&A for both sides.

Key Words: M&A; the Value of Corporate Control; Private Benefits

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

导 论	1
一、选题背景与意义	1
二、研究方法	3
三、论文结构	4
第一章 并购动因理论文献综述	5
第一节 并购的一般概念	5
一、兼并	5
二、收购	5
三、兼并和收购的联系与区别	6
第二节 并购动因理论文献综述及简析	6
一、西方企业并购动因理论文献综述	6
二、国内企业并购动因研究	12
三、并购动因文献分析	13
第二章 控制权价值作为并购动因的理论分析	15
第一节 控制权价值存在的确定	15
一、控制权的含义	15
二、控制权价值存在的确定	17
第二节 控制权价值的主要来源	18
一、共享收益	18
二、私有收益	19
第三节 控制权价值的影响因素	25
一、共享收益影响因素	25
二、私有收益影响因素	25
第四节 控制权价值作为并购动因的理论分析	31
一、获取共享收益	31
二、追求私有收益最大化	31

第三章 控制权价值作为并购动因的实证分析	38
第一节 控制权价值计量	38
一、控制权价值计量基础	38
二、控制权价值的计量	40
第二节 控制权溢价影响因素	41
一、控制权溢价影响因素	41
二、讨价还价对控制权溢价的影响	44
第三节 控制权溢价实证分析	46
一、控制权转让实证分析	46
二、控制权溢价实证分析	48
三、研究结论和政策建议	50
 结 束 语	 52
参考文献	53
致 谢 语	57

Contents

Introduction	1
Part I Researching background and meanings	1
Part II Researching methods	3
Part III Structure	4
Chapter I A review on literatures of M&A motive theories	5
Section I Common concept of M&A	5
Part I Merge	5
Part II Acquisition	5
Part III Relations between Merge and Acquisition	6
Section II Review and simple comment on literatures of M&A Motive theories	6
Part I Review on literatures of western M&A Motive theories	6
Part II Study on domestic M&A Motives	12
Part III Comment on literatures of M&A Motive theories	13
Chapter II Theoretical analysis on the value of corporate control as M&A motive	15
Section I Existence of the value of corporate control	15
Part I Concept of corporate control	15
Part II Existence of the value of corporate control	17
Section II Sources of the value of corporate control	18
Part I Sharing benefits	18
Part II Private benefits	19
Section III Factors Influencing the value of corporate control	25
Part I Factors Influencing sharing benefits	25
Part II Factors Influencing private benefits	25

Section IV Theoretical analysis on the value of corporate control as	
M&A motive	31
Part I Pursuit for sharing benefits	31
Part II Pursuit for private benefits	31
ChapterIII An empirical study on the value of corporate control	
as M&A motive	38
Section I Calculation for the value of corporate control	38
Part I Calculation basic for the value of corporate control	38
Part II Calculation for the value of corporate control	40
Section II Factors influencing the premium price of corporate control	41
Part I Factors influencing the premium price of corporate control	41
Part II Decision for the premium price of corporate control in bargain	44
SectionIII An empirical study on the premium price of corporate control	46
Part I An empirical study on the transfer of corporate control	46
Part II An empirical study on the premium price of corporate control	48
PartIII Conclusions and policy suggestions	50
Conclusion	52
Reference	53
Acknowledgements	57

导 论

一、选题背景与意义

1. 选题背景

企业并购是市场经济发展到一定阶段出现的复杂经济现象，是企业控制权转移和产权交易的重要形式，是企业发展和产业升级的重要手段。因此，企业并购在实践上和理论上均受到人们的高度关注。

（1）实践背景

上个世纪 90 年代以来，国际市场上企业并购的频率和规模攀升迅速，并明显的呈现出一些新特征。首先，并购范围广阔。企业并购不再局限于少数领域，广泛涉及金融、IT、制造等各个行业。除了在发达国家和地区并购事件频繁发生外，发展中国家并购事件的出现明显增多；其次，并购规模巨大。1998 年埃克森 860 亿美元并购美孚达，2000 年美国在线 1550 亿美元收购时代华纳和沃达丰 1850 亿美元收购曼内斯曼，2005 年宝洁 570 亿美元并购吉列，以这些事件为代表的大型、超大型并购交易此起彼伏；整体规模上，从 1996 年的年度并购价值首次超过万亿美元起，2000 年全球并购价值达到创记录的 3.3 万亿美元，而 2006 年全球宣布的企业并购交易总额更是上升到 4 万亿美元，同时宣布的企业并购交易案件也达到 31825 宗；^[1]再次，跨国并购已遍布全球。发达国家(地区)内部之间，发展中国家之间，特别是发达国家(地区)与发展中国家之间的跨国并购已成为并购的主要趋势。

在中国，以并购重组形式出现的企业改革始于 1984 年。在以市场经济为导向的改革中，产权改革成为企业改革的重要组成部分，而企业并购又成为产权改革的重要方式。随着我国经济改革的深入和资本市场的快速发展，企业并购事件已经大量涌现，并呈现出越来越市场化、法制化和专业化等特点。当前，我国股权分置改革已基本完成，A 股市场正逐渐过渡到全流通时代，这将为二级市场收购、换股等并购重组活动提供大量新的机遇。可以预见，未来发生在我国市场上的并购活动将更加活跃。

（2）理论背景

伴随着并购实践在全球范围内的不断升级，西方实业家、学术界关于并购实

务和理论的研究也取得了丰硕的成果。其中，对于并购理论的研究主要集中在并购动因，参与并购的企业类型，以及并购行为与一般经济环境的关系等几个方面。特别是关于企业并购动因理论，西方学者进行了广泛而又深入地研究，提出了众多理论和假说，包括规模经济理论、代理理论、效率理论等等。另一方面，对于我国企业并购的动因，学者们经过研究提出了诸如政企分离、消除亏损、竞争优势双项转移、发挥协同效应等观点。然而，由于不同学者所依托的经济理论背景不同，对企业并购动因的研究视角各异，加之企业并购动因的复杂性和多变性，因此所提出的理论、假说或得出的结论也形形色色，莫衷一是。

学术界对于控制权价值的研究，主要集中在三个方面：第一，控制权价值的确定(Berle and Means, 1932^[2]; Shleifer and Vishny, 1986^[3]; LaPorta, 1998^[4]、1999^[5]等)。对于控制权价值的存在一开始并没有得到学术界的认可。从 1980 年代以后，西方学术界通过对股权集中度的研究，才发现了大量的公司都有控股股东的存在，控股股东对公司的控制使投票权产生了经济价值，即控制权价值。至此，控制权价值的存在才慢慢得以被认同；第二，控制权价值的计量(Bradley, 1980^[6]; Barclay and Holderness, 1989^[7]; Hanouna, Sarin and Shapiro, 2002^[8]等)。到目前为止，还很难对包含共享收益和私有收益在内的控制权价值进行直接测量，学术界通常计算某种代表控制权交易的价格与某种股票市价的差额来间接估测控制权价值；第三，控制权溢价的影响因素，以及通过测算控制权溢价，来衡量公司大股东对小股东的利益侵害程度(Barclay and Holderness, 1989^[7]; 唐宗明和蒋位, 2002^[9])。控制权溢价一般受到诸如公司规模、所有权比例、市盈率以及公司业绩等因素影响。对于大股东侵害小股东利益的问题，大量文献表明各国程度不同，但普遍存在。

2. 研究意义

企业并购在全球资本市场上的频繁出现不断引起人们的注意，而已有的一些企业并购动因理论，对企业并购行为并非都能作出很好的解释。本文通过对并购动因理论和控制权价值内涵的分析，并以此为基础阐述控制权价值作为企业并购的动因，对于完善已有的并购动因理论、改善公司治理、保护小股东合法利益，以及指导并购实践具有重要的现实意义。

(1) 丰富企业并购动因的理论

通过对已有并购动因理论的分析,笔者发现其有一个共同的特征,即推动并购事件出现的原因来自于对并购后的企业增值预期,而这部分增值预期在实现后是属于所有股东共享的。因此,通过对控制权价值的共享收益内涵分析,可以将这些并购动因理论归结为追求控制权价值的共享收益。另一方面,控制权价值还包括私有收益。因此,将追求控制权价值的私有收益作为并购的另一个动因,不仅可以解释并购事件的发生,也是对已有并购动因理论的有效补充。

(2) 改善公司治理和保护小股东的合法利益

控制权价值中的私有收益主要来自于控股股东对小股东的利益侵占。因此,本文在论述控制权价值与并购动因的关系时,详细分析了私有收益产生的原因、影响,控股股东获取私有收益的方式和必然性,以及小股东和其它力量对私有收益的防范措施。这些关于私有收益问题的研究,有利于完善公司治理和保护小股东的合法利益。

(3) 合理确定并购中的控制权溢价,实现预期的控制权价值,减少并购失败的可能

本文在分析控制权价值的计量方法——控制权溢价时,一方面分析了控制权价值包含共享收益和私有收益,这是确定控制权溢价的基础;另一方面,在前人关于控制权溢价影响因素的一些研究成果基础上,还试探性的分析了讨价还价因素在控制权溢价确定过程中所起的作用。因此,在并购实践中,企业可以估测这些因素所带来的影响,合理确定控制权溢价,实现预期的控制权价值,从而减少并购失败的可能。

二、研究方法

本文综合运用了西方经济学、政治经济学、博弈论、投资银行学和统计学等学科的一些理论观点和研究方法,对企业并购动因与控制权价值之间的关系进行了分析研究。主要采用的研究方法有:

1. 归纳分析方法。本文第一章首先对并购概念、国内外主要的并购动因理论进行归纳和分析,并进行简洁的评述和加以借鉴,作为本文提出问题和分析问题的理论基础。

2. 规范研究方法。本文第二章在对私有收益的产生原因、影响及获取方式分析后,从规范分析的角度,论述了控股股东实施利益侵占的初始动机应该是什么,

控股股东获取私有收益在什么情况下应该是合理的，对于私有收益的防范应该主要靠哪些力量。同时，在本章的最后一节，论述了推动企业并购的本质原因应该是什么。

3. 实证研究方法。本文第三章以我国沪深 A 股市场上市公司股权转让的数据为样本，对控制权转让情况和控制权溢价情况进行描述性统计实证分析，以验证控制权价值作为并购动因的观点。

三、论文结构

首先是导论部分。该部分主要说明论文的研究背景、意义，论文的研究方法以及论文的结构安排。

第一章，并购动因理论文献综述。本章主要通过对并购概念的界定和并购动因的理论介绍，并进行一些简洁的评述，为后文的讨论、分析奠定理论基础。

第二章，控制权价值作为并购动因的理论分析。本章首先对控制权价值内涵包括控制权价值存在的确定，控制权价值的来源及影响因素进行了详细的分析。并以此为基础，从逻辑上来推理追求控制权价值中的共享收益和私有收益，特别是追求私有收益作为企业并购动因是合理的。

第三章，控制权价值作为并购动因的实证分析。本章首先归纳分析了控制权价值的计量方法——控制权溢价及其表达的不同形式；进而分析了控制权溢价的影响因素；接着以我国 A 股市场上市公司控制权转让数据为样本，对我国资本市场上控制权转让情况和转让溢价情况进行描述性统计分析，以支持控制权价值作为并购动因的观点。最后得出全文的研究结论并提出恰当的政策建议。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库